

VALENTINY PÁL

## Mit ér a vagyon, ha állami?\*

Vállalatok privatizáláskori értékének meghatározódása brit és francia tapasztalatok alapján

---

A privatizációs programok egyik legvitatottabb pontja az eladásra felkínált vállalatok piaci értékének megállapítása. Sem a privatizálást vezénylő kormányoktól, sem politikai ellenfeleiktől nem várható, hogy érdekeiktől mentes vállalatértékelések elkészítését támogassák. Vajon készíthető egyáltalán a privatizálások során objektívnek nevezhető vállalatértékelés? E cikk az ezzel összefüggő kétségeket próbálja meg megfogalmazni, bemutatva a vállalatértékelésekhez és a privatizáció lebonyolításához szükséges intézményrendszert, az értékelési folyamat nagyfokú bizonytalanságát, az értékelések tág hibahatárait és az ezek csökkentésére tett kísérleteket.

---

Bármerre nézünk, a privatizációs programok egyik legvitatottabb pontja az eladásra felkínált vállalatok piaci értékének megállapítása. Akár a tapasztalatokban leggazdagabb brit, akár a francia privatizálások körüli vitákat szemléljük, mindenütt szívesen hivatkoznak az állami vállalatok elkótyavetyélésére, célzásokat tesznek a „családi ékszerek” kiárusítására, az adófizetők pénzének elosztogatására. A támadások természetesen a privatizálásokat végrehajtó kormányzattal szemben állóktól indulnak ki: a brit Munkáspárt az újraállamosítást, a francia Szocialista Párt az eladott vállalatok jobboldali prominens személyek kezébe való átjátszásának vádját emlegeti. Összehasonlítások készülnek, amelyek kimutatják, hogy ha a nagyvállalatokéval azonos feltételek mellett adták volna el az állami szektor vállalatait, akkor az államkincstár mennyivel több bevételhez jutott volna, mint amennyihez valójában hozzájutott.

A feltételek a magán-, illetve az állami vállalatok privatizálásakor mindazonáltal nem azonosak. Néha pedig túlságosan is világos, hogy a privatizálás következtében elszenvedett feltételezett veszteségek kimutatásával politikai nyereségek érhetők el. Sem a privatizálást vezénylő kormányzó, sem politikai ellenfelek nincsenek abban a helyzetben, hogy kísérletet tehessenek az „érdekmentes” értékelések kialakítására. Más kérdés, hogy vajon készíthetők-e egyáltalán objektívnek nevezett vállalatértékelések? Vannak cégek, amelyeket eme objektív értékelés létének reményében fizetnek. És ha tévednek? Ez esetben sem biztos, hogy szakértelmüket kell megkérdőjelezni, inkább arról van szó, hogy túl szűkre szabták az értékelés lehetséges értéktartomá-

---

\* A cikk alapját képező tanulmány az MTA Közgazdaságtudományi Intézetében a Bródy András által vezetett „Az érték- és méréselmélet teoretikus és praktikus továbbfejlesztése” című OTKA kutatási téma keretében készült.

nyát. A szakemberek, illetve az érdekeltek már-már kezdték elhinni, hogy létezik „az” ár, nem pedig csak annak közelítő értékei.

Természetesen a cselekvés kényszere miatt a vállalatokat mindig valamilyen meghatározott összegért kínálják és ugyancsak meghatározott összegért veszik meg. Tanulmányunkban ennek az eladási árnak, majd a tőzsdén mért piaci értéknek a kialakulását, az ezt befolyásoló tényezőket, a közelítés lépéseit próbáljuk meg végigkísérni. Az egész értékelési folyamat alapvető jellegzetességének az értékelés nagy hibahatárát, bizonytalanságát és ezen bizonytalanság csökkentésére tett kísérleteket tartjuk.

A privatizáció vizsgált körének kiválasztása e tanulmány előkészítésekor eléggé magától értetődő volt. A hasznosítható tapasztalatok számát tekintve a brit és a francia privatizáció szolgáltathatta a legtöbb információt. Ezeken kívül — az esetenként felhasznált — japán és amerikai példák újabb szempontokat világítanak meg. A brit és a francia privatizáció eltérő sajátosságai hasznossá tették a két ország kísérleteinek összevetését. Az állami vállalatok eladásának módszerei közül a közvetlen magáneladásokkal nem foglalkoztunk. Ezek többnyire kisebb vállalatoknál alkalmazott eljárások, és nagyon heterogén, csak egyedileg értékelhető esetek tartoznak e körbe a munkavállalóknak történő vállalateladástól a vállalatvezetés által megvásárolt cégek példájáig. Ez a privatizálási módszer továbbá az eladott állami vállalatok összértékének csak igen kis hányadát (Nagy-Britanniában mindössze öt százalékát) öleli fel. Általánosítható megállapítások csak a tőzsde igénybevételével lebonyolított privatizációknál tehetők.

### Vagyonérték és piaci érték

Közelítsük először tanulmányunk tárgyát a vagyonérték és a piaci érték összefüggéseinek bemutatásával.

Az eladás előtt álló brit villamosenergia-ipar mérleg szerinti vagyonát — folyó pótlási költségen — 38 milliárd fontra becsülte 1989 nyarán az UBS Phillips and Drew nevű tőzsdeügynökség. A majdani eladási árat 13 milliárd font körülire taksálták. Öt évvel korábban egy másik ügynökség — Grieveson, Grant — 33 milliárd, illetve 3,5–4,5 milliárd közötti értékeket állapított meg. 1988-ban általában 20 milliárd körüli összegért tartották eladhatónak a villamosenergia-ágazatot, bár a CL—Alexanders Laing & Cruickshank ügynökség már ekkor is csak 14 milliárdra becsülte, hozzátevé, hogy valójában senki sem mondhat biztosat az eladási árat illetően, hiszen az az eljövendő állami szabályozástól, a villamosenergia-díjszabás alapfeltételeitől, a brit tőzsdék mindenkori helyzetétől, az eladásra kerülő egységek tőkeszerkezetétől és még sok egyéb tényezőtől függ.<sup>1</sup>

Az említett tényezők közül csak egyet kiragadva is érzékeltethető az értékelés bizonytalanságának mértéke. A villamos energia árának állami szabályozását a jövőben meghatározó formula szerint az áramszolgáltatók a tarifát az inflációt meghaladó mértékben is emelhetik, mégpedig  $Y - X$  százalékponttal. Az  $Y$  a villamosenergia-ellátás költségeinek százalékos emelkedését az  $X$  pedig a hatékonyságjavulásnak a szabályozást előíró szerv által elfogadott koefficiens jelenti. Ez utóbbi értéket várhatóan 0,75 százalékpontban fogják meghatározni, de 0,5 százalékpontos felfelé való eltérés az áramszolgáltató vállalatok piaci értékét 70 százalékkal csökkentheti, míg 0,25 százalékpontos lefelé való eltérés 150 százalékkal növelheti.<sup>2</sup> Az áramszolgáltató vállalatok bevételeinek és így profitkilátásainak módosulása tehát döntően befolyásolja ezen vállalatok piaci értékének alakulását.

Ez a megállapítás csak azt a közismert elméleti tételt igazolja ismételten, miszerint a piaci értékelés nem elsősorban a vállalatok vagyonának felmérésén, hanem a vállalatok *jövedelemtermelő képességének jelenlegi diszkontált értékén nyugszik*. Az eladásra kerülő vállalatok vevői nem álló- és forgóeszközöket vásárolnak, hanem

<sup>1</sup> Az adatokat lásd Financial Times (továbbiakban FT) 1989. július 18.-i (továbbiakban 1989/07/18), 1988/09/19, valamint Sunday Times, 1984/02/26. számaiban.

<sup>2</sup> FT 1989/07/18.

tulajdonképpen az ezek működtetésével elérhető többletjövedelmet veszik meg. A vállalatok értékelése ezen kiindulópontjának azonban — mint látni fogjuk — sok módosuláson kell átesnie, mielőtt kialakul az állami vállalatok tényleges eladási ára. A vállalatok vagyonértéke és piaci értéke közötti kapcsolat döntően azon fordul meg, hogy a vállalatok által megválasztható *mérlegkészítési* szabályok milyen mértékű nyereség vagy veszteség kimutatását teszik lehetővé. A lehető legkedvezőbb kép kialakítására különféle könyvviteli technikák állnak rendelkezésre. A legfontosabb ezek közül a *beszerzési*, avagy eredeti költségen, illetve a *folyó pótlási* (újrabeszerzési) költségen történő elszámolás közti választás.

A brit állami vállalatok magától értetődő módon azt a könyvviteli eljárást választják, amelyik a leginkább megfelel aktuális érdekeiknek. Az acélipar (British Steel), a szénbányászat (National Coal Board), a vasút (British Rail) például az eredeti beszerzési költségek szerint készíti el mérlegbeszámolóját, ezzel ugyanis veszteségeik kisebbnek tűnnek, mintha a mérlegek a folyó költségek alapján készülnének. Így az 1984–1985-ös évre a British Steel 409 millió helyett 290 millió, a British Rail 307 helyett 215 millió, a National Coal Board 1,94 milliárd helyett 1,7 milliárd font veszteséget mutathatott ki. A nagy veszteségek csökkentésének vágya mellett a nagy nyereségek eltüntetésének szándéka is érezhető, különösen az állami szolgáltató vállalatok körében, hiszen nagy nyereségek kimutatása esetén fogyasztóik érvet kaphatnának tarifacsökkentések kezdeményezéséhez. A kiugró nyereségek eltüntetéséhez a brit gázipar (British Gas) és a villamosenergia-ipar (Electricity Council) a folyó költségek szerinti elszámolást részesíti előnyben. A British Gas profitja így mindössze 736 millió font volt 1984–85-ben — a beszerzési költség alapján számítható egy milliárd font helyett. Az Electricity Council pedig fele annyi profitot mutatott ki a folyó költségek szerinti elszámolás alapján 1983–1984-ben, mintha a másik elszámolási módot választotta volna.

A mérlegkészítés kiindulópontja azonban rögtön megváltozhat, ha a szóban forgó állami vállalat a privatizálás közelébe kerül. A legnagyobb brit telefontársaság (British Telecom) és az állami repülőtérsaság (British Airways) az addig általuk is alkalmazott folyó költség szerinti elszámolásról azonnal áttért a nagyobb profitot kimutató és így eladhatóságukat növelő beszerzési költség szerinti elszámolásra, mihelyst privatizálásuk napirendre került.<sup>3</sup>

A vállalati vagyon számbavételének módja ugyan jelentősen befolyásolhatja a vállalat aktuális profitjáról kialakuló képet, egy adott időpontban történő vagyonértékelés azonban nem sokat tud mondani a vállalat piaci értékének meghatározása szempontjából döntő fontosságú *jövőbeli* profitokról.

A piaci érték és a vagyonérték természetesen nem szakadhat el teljesen egymástól, sőt hosszú távon a piacgazdaság egészét tekintve elméletileg 1 körüli értéket kellene felvennie. Ezzel szemben a gyakorlatban a nem pénzügyi részvénytársaságok piaci értéke és pótlási költségen számolt vagyonértéke közti arány az Egyesült Államokban egyes becslések szerint a 2,34 és a 0,70-es értékek között ingadozott 1929 és 1976 között. Más becslések az 1955 és 1980 közötti időszakra 1,26-os maximum — és 0,53-as minimum-értékeket adtak. Ez a *q*-nak nevezett mutató nemcsak hosszú távon vesz fel szélsőséges értékeket, egyik évről a másikra is jelentős növekedés vagy csökkenés állhat be: az előbbi idősakra vonatkozó vizsgálatnál gyakoriak a 0,30–0,40 közötti éves változások, míg a második időszakban az éves ugrásoknál sokszor találkoztunk 0,10 feletti értékkel. A különféle becslések a trendet illetően azonban megegyeznek: a hatvanas évek közepének csúcspontja óta a piaci érték/vagyonérték nemzetgazdasági szintű mutatója fokozatosan csökken és a hetvenes évtized második felére tartósan 1 alá süllyedt.<sup>4</sup>

A piaci érték/vagyonérték nemzetgazdasági szintű arányának alakulása természetesen aligha adhat támpontot egyes vállalatok piaci értékének vagy vagyonértékének meghatározásához. Az eddigieket is elsősorban azért tartottuk fontosnak megemlíteni, hogy valamelyest érzékeltethessük az értékelések bizonytalanságának mér-

<sup>3</sup> A vagyonértékelés különböző lehetőségei közötti választásról lásd FT 1984/08/17, The Times, 1985/08/20.

<sup>4</sup> A mutató értelmezéséről lásd J. Tobin (1984) 171–184. l., a számított értékekről pedig A. Taggart [1985] valamint J. H. Ciccolo—Ch. F. Baum [1985].

tékét. Hasonlóképp kétségeink támadhatnak egy minden helyzetben alkalmazható értékelési szempont létezését illetően, ha a brit privatizációs elképzelésekkel összefüggő 1984-es becsléseket vesszük szemügyre. A már említett Grieveson – Grant ügynökség által készített jelentés 15 privatizálandó vállalat vagyonértékének és várható piaci értékének felbecsülésére vállalkozott (lásd az 1. sz. táblázatot). A piaci érték meghatározásához – ahol erre mód nyílt – a magánszektor szokásos értékelési módszerét használták, vagyis a profitkilátások alapján a tőzsde egészére, illetve a vizsgált vállalat szempontjából mérvadó vállalatcsoportra megállapított részvényárfolyam/nyereség (price/earning vagyis p/e arány) rátákból következtettek az árfolyam várható szintjére, azaz a piaci értékre.

1. sz. táblázat

**Privatizálandó vállalatok vagyonértéke és piaci értéke  
Nagy-Britanniában (1984)**

Vállalat	Várható piaci érték	Nettó vagyon-érték
	(millió font)	
Áramszolgáltatás	3500–4500	33 100
British Gas	6400–7800	12 100
Enterprise Oil	380–420	540
Post Office	1100–1400	1 415
ebből: Giro	100–200	67
British Telecom	7500–8500	14 849
British Airways	800–1000	553
British Airports Authority	250–300	880
British Rail	450–850	2 558
ebből: Sealink	90–115	—
Property Board	160–175	267
National Bus Company	250–350	552
British Shipbuilders	150–200	618
(hadihajó-gyártás)		
Vízszolgáltatás	550–750	16 862
British Leyland	1300–1400	943
ebből: Jaguar	175–250	—
Land Rover	80–120	—
Unipart	75–120	—
Rolls Royce	300–350	763
Royal Ordnance Factories	300–350	340
British Nuclear Fuels	210–250	262
összesen	23 440–28 420	86 235

*Forrás: The Sunday Times 1984/02/26.*

A tartósan veszteséges vállalatok értékeléséhez ez a módszer nem nyújtott elég támpontot. Így azok ki is maradtak ebből az értékelésből, míg a szolgáltató vállalatoknál, ahol jelentősebb, ugrásszerű piacbővülés és profitnövekedés általában nem várható, a meglévő – alacsony – profitszint fennmaradásával számoltak. A vállalati terheket illetően két fontos megszorítást tettek: a kormány leírja a fennálló adósságokat és garantálja a nyugdíjakat. Mindkét feltételezés magasabbra nyomta a piaci értéket, ennek ellenére a végső összegzésnél a 90 milliárd fontot közelítő vagyonértékkel szemben csak 30 milliárd font alatti piaci érték állt, azaz a piaci érték/vagyonérték hányados 0,30 körül mozgott.

Egészen más képet kapunk azonban, ha a vagyonérték 90 százalékát kitevő négy nagy szolgáltató vállalatot kivesszük a mintából. Ezek együttes piaci érték/vagyonérték mutatószáma a piaci érték becsült összegétől függően 0,23–0,28 között

volt, a többi 11 vállalaté együttesen 0,59–0,72 között alakult. Az utóbbiak között pedig akadt olyan is, mint például a British Airways, amelynek becsült piaci értéke körülbelül másfélszeresen haladta meg a vagyonértékét, míg a jelentős ingatlanvagyonnal rendelkező British Airports Authority piaci értéke a vagyonérték harmada körül mozgott.

Ebből a korántsem reprezentatív mintából is kiolvashatónak tűnik egy-két jellegzetesség a privatizálásokra szánt brit vállalatokat illetően. *Egyrészt* valószínűsíthető, hogy az állam mint tulajdonos — a hatékonysági szempontok korlátozottabb érvényesülése miatt — a vállalatok piaci értékét lefelé nyomja. *Másrészt* a magas állótkearánnyal működő szolgáltató vállalatok (víz, gáz, villamos energia, telefon) nemcsak hatékonysági problémáik, hanem növekedési korlátaik miatt is jóval alacsonyabb piaci érték/vagyonérték hányadost mutatnak fel, mint a minta egyéb vállalatai. *Harmadrészt* a piaci érték/vagyonérték hányados nem szolgáltató jellegű vállalatok esetében nagy szóródást mutat. A 0,28 és a 2,98 között elhelyezkedő értékek híven tükrözik azt, hogy a piaci értéket a vállalat tőkeszerkezete, az ágazat és az adott vállalat növekedési lehetőségeinek, esetenként az állami szabályozás jövőbeli kereteinek megítélésén keresztül kifejeződő profitkilátások és más egyéb, később tárgyalandó tényezők együttes kombinációja, vállalatonként egyedileg, nagy eltérésekkel alakítja ki.

### Az eladási ár kialakítását befolyásoló tényezők

Mielőtt a ténylegesen megvalósult vállalatértékelések tapasztalatait megvizsgálánk, megpróbáljuk áttekinteni néhány, az értékelés szempontjait döntően meghatározó feltételeit. A tapasztalatokban leggazdagabb brit privatizációs gyakorlat alapján elmondható, hogy a privatizálási *indokok* sokfélesége és az indokok közti súlyponteltolódások azok a legfontosabb általános jellemzők, amelyek — különböző áttételekkel — az állami vállalatok értékelésére hatnak.

A brit állami vállalatoknál működő különösen erős szakszervezetek és az őket támogató Munkáspárt pozíciójának gyengítését, mint a privatizáció megindítása mögött álló kezdeti törekvést hamarosan háttérbe szorította az állami költségvetési kiadások csökkentésének szándéka, amelyhez a költségvetés feszültségeinek csökkentésével egyidejűleg a széles kiskeresztvényesi réteg megteremtésének nem kismértékben politikai indíttatású célja társult. Az állami vállalatok magánkézbe adásának folyamatában ugyanakkor hol valóságos, hol pedig csak a privatizálás elfogadtatásának megkönnyítése érdekében hangoztatott célként szerepelt a vállalatok hatékonyságának javítása, a piac liberalizálása és újraszabályozása.

A privatizálások útjába — éppen mert számos érdeket sértenek — akadályok is gördülnek. Nagy-Britanniában a privatizációnak a Munkáspárt és a szakszervezetek ellen irányuló éle a Munkáspárt 1979-es kongresszusán a kártalanítás nélküli visszaállamosítás tervének megfogalmazásához vezetett, amelyet csak 1982-ben enyhítettek oly módon, hogy a kártalanítás csak az eladáskori értéket foglalhatja magába, az infláció és az árfolyamnyereség nem számítható be. A munkáspárti állásfoglalásoknak és az 1987-es választásokat megelőző politikai bizonytalanságnak jól kimutatható hatása volt az 1984-ben eladott British Telecom részvények árfolyamalakulására.<sup>5</sup> A *politikai helyzet* változásával összefüggő kockázat természetesen befolyásolja az éppen privatizálni kívánt vállalat eladási árának megállapítását is, azaz a visszaállamosítás veszélyének növekedése csökkentheti az eladási árat és fordítva.

A francia privatizációs gyakorlatban is világosan felismerhető a politikai motívumok jelenléte a vállalatértékelésekben. Az 1982-es francia államotatások során a kártérítések első menetben meghatározott összegét az Alkotmánytanács átlagosan 24 százalékkal felemelte. Ezt a szocialista párt túlságosan is nagyvonalúnak tartotta. A francia jobboldal hatalomra kerülése után meghirdetett reprivatizálás során Mitterand elnök megakadályozta a vállalatok gyors magánkézbe adását, amely így csak

<sup>5</sup> A British Telecom árfolyamingadozásának a politikai várakozásoktól való függetlenségét elemzi D. N. Manning [1989].

privatizációs törvény elfogadása után kezdődhetett meg. Az elnök egyben azt is jelezte, hogy csak olyan vállalatértékeléseket fogad majd el, amelyek pénzügyi feltételei az államosítások során alkalmazottakkal összevethetők, valamint a vállalatok azóta bekövetkezett jelentős árfolyamnövekedését is figyelembe veszik. Ezek a feltételek tehát alapvetően a vállalatértékelések felfelé történő elmozdulását ösztönözték.<sup>6</sup>

Különös módon éppen a privatizáció gyors végrehajtása ellen hat a privatizáció egyik fontos céljaként emlegetett *piacliberalizálási* törekvés, a versenyhelyzet erősítésének, a monopóliumok korlátozásának szándéka. Az állami vállalatok jelentős hányada ugyanis piacain monopolpozícióban van. A monopolhelyzet megszüntetése mindenütt a vállalatvezetés erős ellenállásába ütközik. Ez derült ki a British Telecom, a British Gas, a British Airways privatizálása körüli vitákból is. Valamennyi említett esetben javaslatok születtek a monopólium szétbontására, a verseny erősítésére, a hathatós ágazati versenyszabályozás kidolgozására, ezek azonban többnyire megbuktak a vállalatvezetés ellenállásán.<sup>7</sup> A menedzserek egyetértése nélkül pedig a vállalatok eladása nem indulhatott volna meg. A viták végül is elsősorban a monopóliumok árképzésének szabályozására szorítkoztak. Amint a villamosenergia-iparral összefüggésben már említettük, ezeknek a monopóliumoknak a jövőbeli profitja és így privatizáláskori értékük is alapvetően a kormányzat által meghatározott és rendszerint öt évre szóló árképzési formulától függ. Ennek megállapítása során a piaci verseny erősítésének és a fogyasztók érdekeinek hosszabb távú szempontja a privatizálás sikeres lebonyolításának rövidebb távú szempontjával kerül konfliktusba. Az eddigi brit privatizálások tapasztalatai alapján a rövidebb távú szempont látszott győzedelmeskedni, azaz olyan kedvező árképzési elveket alkalmaztak, amelyek — a monopóliumok egybentartásával együtt — a piaci értéküket felfelé nyomták.

Jelentős bizonytalansági tényezőt jelent a vállalatok eladási értékének megállapításában a *vásárlókészség* megítélése. A kormányok legszívesebben a legnagyobb veszteségeket „termelő” vállalatoktól szabadulnának meg először, hiszen a nyereségek profitja javítja a költségvetési egyensúlyt. Veszteséges vállalatok esetében azonban igen alacsony a vételi készség, bár bizonyos ösztönzők (részletfizetés, alacsony kamatozású kölcsönök a vevő számára stb.) alkalmazásával ezek is eladhatók.<sup>8</sup> A nyereséges vállalatoknál is gyakran kell azonban kedvezményeket nyújtani a vállalat vonzóbbá tételéhez, különösen akkor, ha adósságtérhei nagyok, és a profit nagyobb mértékben marad el a magánszektorban szokásostól. (Ilyen ösztönző lehet például a kormányzattal szemben fennálló adósságok leírása, átütemezése, a vállalat tőkestrukturájának a magánvállalatokéhoz közelítő átalakítása stb.) Az adott vállalat privatizálásakor megcélzott vevőkör szintén ármeghatározó tényező lehet. A részvényesek körének szélesítése mind a brit, mind a francia privatizálások során fontos szemponttá lépett elő. A privatizálandó vállalatok munkavállalói általában az átlagosnál kedvezőbb feltételekkel vásárolhatnak részvényeket. Kiszármazásokat tömegesen viszont a gyors árfolyamnyereség biztosításával lehet megnyerni. A vételi kedv növelésére tett lépések ezért általában az eladási árat lefelé térítették el, míg a vállalatok kedvezőbb pénzügyi helyzetének biztosítására hozott kormányzati intézkedések ellenkező hatást, az eladási ár emelését érthették el.

A privatizációs célok teljesítéséhez fűződő érdekek, a privatizáció akadályainak leküzdésére tett intézkedések eladási árakra gyakorolt összehatását lehetetlen felmérni.

<sup>6</sup> J. Blanc, Ch. Brulé [1983] 34–40. l., FT 1986/04/10.

<sup>7</sup> A versenyhelyzetek megítélésében az amerikai tapasztalatok játszották mindig az ellenpont szerepét a brit vitákban. A British Telecom monopolhelyzete elleni érvek az amerikai ATT konszern felbontását és annak előnyös hatásait emlegették. A kis számú amerikai privatizációs ügyletnél is felfedezhető a versenyhelyzet erősítésének szándéka, amint azt az állami kézben levő vasúttársaság, a Conrail esete is mutatta. Az állami tulajdonba kerülést követően gyors teljesítményjavulást elérő társaság eladásakor a kedvezőbb árat kínáló versenytársat támogató Reagan-kormányzat ellenére a Kongresszus az alacsonyabb áron, de a tőzsdén keresztül történő eladást támogatta, a versenyhelyzet fenntartása érdekében. Lásd D. Swann [1988] 184. l., P. W. MacAvoy, G. S. McIsaac [1989] 121–123. l., FT 1987/02/18.

<sup>8</sup> Az ilyen típusú ösztönzőket előszeretettel alkalmazzák Olaszországban. Lásd G. Stefani [1986].

És akkor még nem is esett szó a külföldi tőke bevonásának problémájáról, a tőzsde méretéről és felszívóképességéről, vagy a gazdaság általános helyzetéről, a recesszióról, illetve prosperitásról. A privatizálandó vállalatok eladási árának meghatározásához pedig mindezt figyelembe kellett venni. Ahogyan az 1986 augusztusában született francia privatizációs törvény kimondta: a vállalatok értékelésekor a kialakult szokásoknak megfelelő eljárást kell alkalmazni, amelynek során *kiegyensúlyozottan* kell figyelembe venni a tőzsdén már jegyzett vállalatok tőzsdei értékelését, a vállalatok vagyonerékét, a realizált üzleti nyereséget, a leányvállalatok létét és a vállalatok jövőbeli üzleti lehetőségeit egyaránt.<sup>9</sup> De kik végzik el ezt az összevetést?

A francia privatizációs törvény alapján 65 vállalat privatizálását határozták el, amelyek értékelésére — a különböző tanácsadók meghallgatása után — egy hét fős *Privatizációs Bizottság* tesz javaslatot. A bizottság tagjai öt évre kinevezett független szakértők, akiket a pénzügyminiszter hív össze a törvényben felsorolt vállalatok ügyében. A bizottság az első fázisban az eladási ár alsó, minimális értékét határozza meg, ezt nyilvánosságra is hozzák, majd a pénzügyminiszter a kibocsátandó részvények intézmények, magánszemélyek és külföldi befektetők közti megosztása felől dönt. Ezt követően a bizottság javaslatot tesz — immár nem publikusait — a kibocsátási részvényárra, amelyről a miniszter hozza meg a végső döntést.

Részben az angol joggyakorlat különbözősége, részben az eltérő politikai körülmények miatt Nagy-Britanniában nem került sor átfogó privatizációs törvény megalkotására. Az eladásra kerülő vállalatokról egyenként döntenek a parlamentben, a törvénykezést követő vállalatértékelés folyamán a vállalat felügyeletét ellátó miniszter tanácsadók meghallgatása után dönt az eladási árról (Nagy-Britanniában nem működik privatizációs bizottság).

A privatizálás folyamatában fontos szerepet töltenek be a „tanácsadók”. Ezek nyújtanak segítséget a privatizáció technikai lebonyolításában is. Az eladási árra tett javaslatokon kívül tanácsot adnak az eladás időzítésének kérdésében, feltételeinek meghatározásában, a „felvevő piac” megdolgozásában stb. A legfontosabb szerepet talán a kereskedelmi bankok töltik be, amelyek koordinátorként működnek. Miután a kormányzat megnevezi az adott ügyben eljáró kereskedelmi bankot (vagy bankokat), sor kerül a privatizációban részt vevő egyéb intézmények: tőzsdeügynökségek, könyvvizsgálók, ügyvédi irodák megnevezésére. A brit tapasztalatok azt mutatják, hogy a kormányzat kezdetben „igyekezett biztosra menni”, azaz a legnagyobb és legtapasztaltabb kereskedelmi bankokat (Kleinwort Benson, Schroder Wagg, N. M. Rothschild) bízta meg az ügyletekkel. A British Telecom 1984-es privatizálása áttörést jelentett a brit privatizálás történetében, részben az eladási ár rekordmagassága, részben a kisértékes első ízben történő bevonásának átütő sikere miatt. Ezután, bár a nagyobb privatizációs tételeknél továbbra is a nagybankok jutottak csak szóhoz, a kisebb jelentőségű vállalat-eladásoknál már több kisebb bank is megbízást — és így tapasztalatokat — szerezhetett. A tőzsdeügynökségeknek adott megbízások talán még a bankoknál is koncentráltabbak voltak. Egy ügynökség — a Cazanove — lényegében mindegyik privatizálásnál szerephez jutott, míg másik kettő (Hoare Govett, Warburg Securities) 8–10 privatizációnál működött közre, a többiek egy-három eseténél voltak jelen. Az öt legnagyobb könyvvizsgáló cég (Coopers & Lybrand, Deloitte Haskins & Sells, Ernst & Whinney, KPMG Peat Marvick McLintock, Price Waterhouse) nagyjából egyenlő arányban kapott megbízásokat, míg az ügyvédi irodák közül három játszott döntő szerepet. De nemcsak a kormánynak volt szüksége tanácsadókra. Nagyjából ugyanezen tanácsadói körből kerültek ki mindazok az intézmények, amelyek a privatizálandó vállalatoknak adtak segítséget az előkészületekhez, egyes kérdésekben akár a kormánnyal szembeni álláspontok kialakításához is.

A privatizálás eme *infrastruktúrájának* a működtetése természetesen jelentős költségekkel járt, ami csökkentette a kormányzat privatizációs bevételeit. Az 1987 közepéig nyilvánosságra hozott eladási költségek 17 privatizálási esetben nagyjából 500 millió fontot tettek ki 18 milliárd font bevétellel szemben (2,8 százalék). A privatizációs ügyletek a bennük részt vevő intézmények önálló üzletágává váltak. Az eladási árba vetített költségek aránya azonban a nyolevanas évek eleje óta lassan csök-

<sup>9</sup> M. Durupt [1988] 52. 1.

ken, a részt vevő intézmények „beszállása” a brit privatizációba egyre inkább presztízs és nem bevételi forrás kérdésévé válik. A felhalmozott tapasztalatok alapján ma már a külföldi privatizációkban való részesedés jelenti az új üzleti lehetőségeket.<sup>10</sup>

### A privatizáció mint tanulási folyamat

A tanácsadó és a privatizálást lebonyolító cégeknek fizetett díjak lassú csökkenése is azt mutatja, hogy a privatizálások sorozatát tanulási folyamatként foghatjuk fel. A privatizálásokban élenjáró Nagy-Britanniában sem létezett a problémakörhöz kapcsolódó elmélet, a kormányzat várakozásai, a privatizációs célok egy évtized leforgása alatt többször is megváltoztak, a lebonyolítás módszerei menet közben alakultak ki. Ezt a tanulási folyamatot, a vállalatértékelési és eladási technikák finomodását próbáljuk meg a következőkben végigkísérni a brit és a francia tapasztalatok felhasználásával.

A privatizációk sikerét jórészt azon mérik, hogy a tanácsadók segítségével kialakított eladási ár és a piac értéktétele mennyire tér el egymástól. Ha az eladási árat túlságosan alacsonyan állapítják meg, a kibocsátott részvényt mennyiség többszörösére jelentkezik igény, és a részvényjegyzők között rangsorolni kell.<sup>11</sup> A túlzottan magas ár esetén a kibocsátott részvények egy része eladatlan maradhat, ezeket a részvénykibocsátást ellenjegyző cégeknek kell felvásárolniuk.

#### A brit tapasztalatszerzés

A brit privatizálások kezdetekor az eladási ár kialakítására vonatkozó tapasztalatok nagyon kedvezőtlenek voltak. 1984-ben *parlamenti bizottság* foglalkozott az előző két év sikertelen privatizációival. Az Amersham International nevű vállalat eladásakor például a kibocsátott részvények 24-szeresére futott be jegyzés, míg az olajipari Britoil ezt követő eladásakor csak a részvények negyedrésztét jegyezték le, 75 százalékat a garanciát vállaló intézményeknek kellett felvásárolniuk. A sorban az Associated British Ports következett, amelynél ismét a rendkívüli túlkereslet volt a jellemző: 35-szörös volt a túljelentkezés. Az ár az első és a harmadik esetben nyilvánvalóan túlzottan alacsony, míg a második esetben túlzottan magas volt.<sup>12</sup>

Mindhárom privatizáció esetén voltak olyan körülmények, amelyek a „váratlan” kiszámíthatatlan fejleményeket részben indokolhatták. Az *első* esetben olyan fejlett technológiájú vállalatról volt szó, amelynek értékelése általában is nehézségekbe szokott ütközni. Ezért is javasolták egyes tanácsadók a megvalósult rögzített áras eladás helyett a tender-jellegű (árajánlatokon alapuló) eladást. A *következő* privatizációnál (Britoil) már a tendert választotta a kormányzat, egyben, az alulárzást elkerülendő, az induló árat is a szóba jöhető ártartomány felső vége közelében jelölték meg. Az ármegállapítás után jelentette be a szaud-arábiai olajügyi miniszter az olajárak várható esését, aminek híre közvetlenül is közrejátszhatott a Britoil részvényjegyzési kudarcában. A *harmadik* esetben a kormány visszatért a rögzített áras eladási módszerre, egyben az eladandó vállalat jellegének (nem túl gyors növekedésű, de megbízható profitkilátású vállalatok kategóriája) megfelelő árat szabott. A tőzsdének éppen a jegyzés előtti gyors árfolyam-növekedése és a pénzügyi sajtónak az árat illető általában kedvező vélekedése vezetett a brit privatizálások eddigi legnagyobb (35-szörös) túljegyzéséhez.

Az események sorrendje arra enged következtetni, hogy ebben az időszakban a brit kormány túlságosan is nagy figyelmet fordított az éppen *megelőző* privatizáció

<sup>10</sup> A tanácsadók köréről lásd FT, 1987/09/16., International Herald Tribune, (továbbiakban IHT) 1987/01/19.

<sup>11</sup> A rangsorolás szempontjai változóak lehetnek. Van úgy, hogy egyes kiemelt csoportok igényeit a többiek rovására mindenképp kielégítik, van úgy, hogy minden részvényigénylő vásárlási lehetőségeit korlátozzák, sőt előfordulhat, hogy egyes igénylők egyáltalán nem kapnak részvényt.

<sup>12</sup> The Times, 1984/06/14, The Observer, 1983/02/20.



sikerességére vagy sikertelenségére, és ebből kiindulva próbálta meghatározni a soron következőnél alkalmazandó eljárást. A tanulság ezekből az esetekből hosszabb távra úgy szólt, hogy valamennyi privatizálást a saját súlyának, jellegzetességeinek megfelelően kell kezelni, és gondosabban kell tanulmányozni a tőzsde állapotát. A piacra dobás, eladás időzítésének fontosságát mutatta a Britoil árfolyamának az olajár ingadozásától való függése. Az időzítés szerepének felismerését jelezte a British Airways későbbiekben lezajlott privatizálása, ahol az eredetileg kitűzött időpontot a vállalat ellen indított bírósági eljárás befejezése utánra módosították.

A privatizálások tanulási folyamat jellegét illusztrálják a bennük részt vevő kereskedelmi bankok *téves helyzetmegítélései* is. A három említett privatizációs eset pénzügyi „összeredménye” a kormányzat számára nem volt kedvezőtlen (a Britoil túlárzásából származó bevétel valószínűleg meghaladta a két másik esetben kialakult veszteséget), és ezt az eredményt a bankok is elfogadhatónak tartották volna, ha magánvállalatok részvénykibocsátásáról lett volna szó. Itt azonban „köztulajdon” eladásáról és ennek minden politikai vonatkozásáról kellett döntenie, ami kényesebbé tette az értékelés amúgyis kockázatos feladatát. A Britoil eladása esetében a kereskedelmi bank — szokatlan módon — az utolsó percben ki akart lépni az üzletből, végül is azonban meggondolta magát. Az Associated British Ports nagyonis sikeres eladásánál az ügyletet lebonyolító bank pedig — félve a sikertelenségtől — az eladás elhalasztását javasolta. De nemcsak a szakértők voltak bizonytalanok, a nagy pénzügyi befektető intézmények is sokszor késve ismerték fel a kedvező befektetési alkalmakat (amint ezt az Associated British Ports, vagy a Cable & Wireless<sup>13</sup> esete is mutatta).

Az 1982–1983-as kedvezőtlen tapasztalatokból és a parlamenti bizottság vizsgálatából levonható tanulságok úgy tűnik hasznosultak a következő évek privatizálásakor. Az 1984-es esztendő jelentős év volt a brit privatizálások történetében. Ekkor adták el az első állami monopóliumot, a British Telecom-ot és kezdték meg a kis-részvényesek széles körű bevonását a privatizálásokba. Az eladási árnál az eddigi jelentős alul-, illetve felülértékelésekhez képest a korábbinál erősebb alulértékelés lett a jellemző.<sup>14</sup>

Az 1988-as év újabb fordulópontot jelentett a brit privatizálások történetében. Az állami szektor hagyományosan legveszteségesebb ágazatai — az acélgyártás, a szénbányászat, a vasutak — közül ugyanis az első, a British Steel került privatizálásra. A British Steel privatizálásának tervét először 1984-ben fogalmazták meg. Veszteséges, rosszul működő vállalat privatizálásáról azonban nem lehetett szó. A privatizáció sikeréhez a vállalat teljes átszervezését, veszteségeinek megszüntetését, versenyképességének helyreállítását kellett végrehajtani.<sup>15</sup> A British Steel megújulása egyben azt is megmutatta, hogy az állami kezelésben lévő vállalatok is képesek jelentős teljesítmény-javulásra — privatizációs célkitűzések érdekében. A profitabilitás és a teljesítménymutatók javulása persze nem azonos a fényes üzleti jövővel, ezért a British Steel — némi alulértékelés mellett — a befektetőknek szerény induló profitot ígérve került eladásra.

#### *A franciák tanulási folyamata*

A brit tapasztalatokat az 1986-ban megkezdődött francia privatizálásoknál is felhasználták. Ezeket elsősorban a tanácsadóként felkért brit kereskedelmi bankok, könyvvizsgáló cégek, tőzsdeügynökségek közvetítették. A francia privatizálások azonban sok tekintetben eltértek a szigetországbeliektől, és ez a vállalatok értékelésében is megnyilvánult. A privatizálásra szánt francia vállalatok 85 százaléka bank (Nagy-Britanniában egyetlen — vitathatóan — privatizációnak minősíthető eset volt),

<sup>13</sup> The Times 1986/04/23.

<sup>14</sup> Kivéve a tőzsdék 1987 októberi árfolyamcsökkenésénél eladott British Petróleum részvényeket. Ezzel az esettel és az alulértékelés állandósulásával a későbbiekben foglalkozunk.

<sup>15</sup> A British Steel alkalmazottainak száma 1979 és 1988 között 186 ezerről 53 ezerre csökkent, 452 millió fontos vesztesége pedig 472 millió fontos nyereséggé vált. Lásd M. R. Bishop, J. A. Kay [1989] 653–4. l.)

biztosító társaság vagy pénzügyintézet. Ezek túlnyomó része, valamint a privatizálandó iparvállalatok többsége is az 1982-es államosításkor került állami ellenőrzés alá. Magánszektorbeli teljesítményükre így nem a távoli múltból vagy netán a jövőből lehet következtetni, hanem viszonylag friss információk állnak rendelkezésre, ez pedig sok segítséget nyújthat piaci értékük meghatározásához.

Az államosítások többsége 1982-ben ugyan 100 százalékos államosítást jelentett, de a finanszírozási gondok miatt hamarosan (1983-ban) törvény született a szavazati joggal nem rendelkező, de osztalékra jogosító beruházási részjegyek és részvények kibocsátásáról. Ezek alapján a tőzsde, ha csak közelítő jelleggel is, de folyamatosan minősíthette a szóban forgó vállalatok teljesítményét. Az államosított vállalatok összértéke az 1982-es tőzsdei árfolyamok alapján 45 milliárd frank volt, 1986-ban pedig ennek háromszorosa körül mozgott. Ebben az árfolyam-emelkedésben azonban nemcsak a tőzsdei árfolyamok általános emelkedése tükröződött, hanem az is, hogy míg az államosításkor sokuk pénzügyi gondokkal és jelentős veszteségekkel küzdött, addig 1986-ra — az állami támogatások és a racionalizálások segítségével — többségük jól működő, nyereséges vállalkozássá vált.

A brit privatizálásoktól eltérő vonás volt az is, hogy Franciaországban nem kerültek a 65 privatizálandó vállalat közé olyan monopolpozícióban lévő szolgáltató vállalatok, amelyek árképzési elveit a kormányzat új árszabályozási formulája határozhatta volna meg. Ez — mint a brit példán láthattuk — jelentős bizonytalansági tényezőt jelentett a vállalatok értékelésekor. Emiatt a francia privatizálások a britekéhez képest gyorsabban követhették egymást.

A vállalatértékelések piaci értékeléshez való közeledésének feltételei elvileg jobbak voltak Franciaországban Nagy-Britanniához képest. A különböző alapon végzett vállalati értékebecslések mégis jelentős eltéréseket mutattak. A Paribas pénzügyintézet piaci értékét a tanácsadók 17,6 és 21,5 milliárd frank közöttire becsülték, a privatizációs bizottság 17,5 milliárd frankos alsó határt szabott, a pénzügyminiszter pedig 18,9 milliárdos eladási árat határozott el. A CGE iparvállalat (Compagnie générale d'électricité) értékét 20,9 és 25,6 milliárd frank közé tették, a bizottság itt csak 18 milliárd frankos minimális értéket állapított meg, míg a pénzügyminiszter 20,6 milliárd mellett döntött.<sup>16</sup>

A becsült piaci értékek szóródását azonban nem csak egy adott időpontra lehetett megfigyelni Franciaországban. Jó példát szolgáltatott a Matra nevű hadiipari és elektronikai konszern arra, hogy az eladás időzítése és a piac felvevőképessége milyen jelentős mértékben befolyásolhatja a vállalatok értékelését. A Matra eladását ugyanis az 1987 októberi tőzsde krízist közvetlenül megelőző időpontra tették, majd az utolsó pillanatban elhalasztották és csak három hónappal később bonyolították le. A privatizációs bizottság ekkor 2 milliárd frankos minimális értéket szabott, amihez képest a pénzügyminiszter 10 százalékkal magasabb eladási ár mellett döntött. Ez a 2,2 milliárd frankos összeg azonban 25 százalékkal alacsonyabb volt már, mint az 1987 októberében tervezett eladási ár.<sup>17</sup> Mindazonáltal az értékelésbeli eltérések ellenére a francia privatizálásoknál sikerült elkerülni a vállalatok alul-, illetve felülértékelésében a brit privatizálások kezdetén tapasztalt nagy kilengéseket, ami a gyakorlatban a francia privatizálások első évében (11 vállalat) a brit adatokhoz képest szerényebb mértékű alulértékelést jelentett, vagyis a részvényvásárlók az első napi árfolyamalakulás alapján átlagosan 21,5 százalékos nyereséget könyvelhettek el.<sup>18</sup>

<sup>16</sup> Lásd M. Durupty (1988) 66, 88, 92. l.

<sup>17</sup> FT, 1988/01/20.

<sup>18</sup> Lásd M. Durupty (1988) 122. l. Az eladási ár és a piaci érték viszonyának szempontjából döntő jelzést adó első napi árfolyamalakulást tekintve a ténylegeshez közelítő jó becslést adott a L'Expansion 1986. április 18-i száma, az átlagos diszkontlábát 20 százaléknak feltételezve.

## Tőzsde és privatizáció

Az eddig elmondottak a vállalatok tőzsdén keresztül történő eladásának első fázisát, a tőzsdei jegyzés előtti időszakot érintették. A privatizálandó vállalatok tőzsdére való bevezetése hosszabb folyamat, amelyet az eladási ár meghatározásának próbálkozásain kívül az érdekcsoportok konfliktusainak feloldása, politikai manőverezés kísér. A politikailag védhető, gazdaságilag racionális „jó” ár kialakítása közben a privatizáció a gazdaság fontos, *öntörvényű intézményévé* válik. Ennek a „privatizációs piacnak” a résztvevőiről, a tényleges piaci érték kialakulásának menetéről csak a tőzsde privatizációval összefüggő működésének leírásával együtt kaphatunk teljes képet. Eddig elsősorban az eladók oldaláról vizsgáltuk a privatizálásokat, most már több szót kell ejtenünk a vevőkről is.

### *A tőzsdék gyors növekedése és a privatizáció*

Az elsőként említendő és legfontosabb jelenség a *tőzsdék* folyamatos és rendkívül gyors növekedése a nyolcvanas években az 1987 októberi válságig. Ebben a kontinentális Európa tőzsdéi jártak az élen: 1982–1986 között 272 százalékkal bővült forgalmuk. Ezt követte a londoni tőzsde 174, a tokiói 154 és az amerikai tőzsdék 146 százalékos növekedése.<sup>19</sup> A növekedésben a recesszió elmúltán kívül több tényező játszott szerepet. *Először* is a pénzügyi piacokon radikálisan bővülő új finanszírozási technikák teret nyertek a tőzsdéken is – az új konvertálható kötvénytípusok, szavazásra nem jogosító részvények, kockázatfinanszírozási módszerek, másod- és harmadpiacok kialakulásával. *Másodszor* a hetvenes évek végére, a nyolcvanas évek elejére jellemző magas reálkamatok miatt a vállalat-finanszírozáson belül a bankkölcsönök szerepe a tőzsdei finanszírozási lehetőségekkel szemben csökkent. *Harmadszorban* a kormányok is támogatták a tőzsdék növekedését. Az első lépést ebben Franciaország tette 1978-ban, adókedvezményeket nyújtva a kiskészvényeseknek. Svédország, Belgium, Olaszország is követte ezt az utat, majd 1987-ben Nagy-Britannia is. Abban a két országban viszont, ahol ilyen intézkedéseket nem hoztak – Hollandia és az NSZK – a többiekkel ellentétben nem nőtt a részvények súlya a háztartások megtakarításaiban. *Negyedrészt* maga a privatizáció is szerepet játszott a tőzsdék növekedésében: Nagy-Britanniában például 1979–1988 között 18 milliárd font értékben adtak el a tőzsde közvetítésével állami vállalatokat, míg ugyanezen időszak alatt a magánvállalatok 24 milliárd fontnyi új részvényt bocsátottak ki. Volt olyan év, amikor egyetlen állami vállalat (British Telecom, 1984) eladása is akkora befektethető tőketömeget mozgósított, mint az összes magánvállalaté. Franciaországban 1986–1988-ban 77 milliárd frankért kelték el az állami vállalatok a tőzsdén, ezzel szemben az ezt megelőző három évben összesen 22 milliárd franknyi új részvényt bocsátottak ki a magánvállalatok.<sup>20</sup>

A privatizálások eltervezésekor és időzítésénél természetesen felmerültek kétségek a *tőzsdék felszívóképeségének* határait illetően. Nagy-Britanniában – a politikai megfontolások mellett – emiatt helyezték előtérbe a kiskészvényesek bevonásának programját. A kisebb, fejletlenebb tőzsdével rendelkező Franciaországban nemcsak a magánvállalatok vezetői fejezték ki aggodalmaikat a tőzsdék kapacitását illetően, hanem a privatizálandó vállalatok vezetői is kétségesnek látták finanszírozásuk további biztosítását a privatizálásuk utáni időszakra. A kezdeti privatizálások sikere azonban eloszlatta a kételyeket és a privatizálások felgyorsításához vezetett. A francia tőzsde felvevőképeségének korlátai azonban hamar kiütköztek: 1987-ben (január és szeptember között) csak három százalékkal nőtt a párizsi tőzsde indexe, míg Londonban 41, Tokióban 38, New Yorkban 36 százalékkal.<sup>21</sup> Ezt a helyzetet részben a francia gazdaság viszonylag lassú fejlődésével, részben pedig azzal magyarázták, hogy a privatizáció olyan tőkéket is elszívott, amelyek egyébként a tőzsdei indexet felfelé nyomó részvénytípusba áramoltak volna.

<sup>19</sup> The Economist, 1987/03/21.

<sup>20</sup> Lásd T. Jenkinson, C. Mayer [1988] 482. l. és A. Sampson [1987] 29. l.

<sup>21</sup> IHT 1987/10/19.

*Tőzsdekrach és privatizáció*

Az 1987. októberi *tőzsdéválság* Japánt kivéve 30 százalékkal csökkentette a részvényárfolyamokat világszerte.<sup>22</sup> Ezt azonban a későbbiekben inkább árkorrekciónak, semmint a recesszió kezdetének a jelzéseként fogták fel. A recesszió nem következett be, a vállalati profitok és osztalékok nőttek.<sup>23</sup> Az 1987 októberi tőzsdekrizis fennakadásokat okozott a privatizációs folyamatban is, amire a már említett Matra-cég eladása szolgáltatta az egyik példát. A Matra eladását a francia kormánynak még sikerült elhalasztania, a British Petroleum egy esedékes újabb részvényhányadát a brit kormánynak már nem. Az eddigi privatizálások összességében legnagyobb ügyletének eladási árát (7,2 milliárd font) október 15-én hirdette meg a kormány, a részvényjegyzést pedig október 28-án kellett lezárni. A tőzsdéárfolyamok október 19-én kezdődött zuhanása miatt a részvénykibocsátás garanciáit nyújtó cégek az eladás leállítást akarták kieszközölni, amit a kormány — a bizalom további csökkenésének veszélye miatt — elhárított. Ehelyett a pénzügyminiszter a kiskészvényesek meggyőzésével próbálkozott. A kudarc már nem volt elkerülhető, a British Petroleum részvények végül is az ellenjegyző intézmények kezén maradtak és a kormány kénytelen volt a további privatizálások sikere érdekében azt a lehetőséget felajánlani, hogy a Bank of England 40 százalékkal a kínálati ár alatt hajlandó visszavásárolni a részvényeket.<sup>24</sup>

Nem minden privatizációt érintett azonban ennyire negatívan az októberi krízis. Az elemzések többsége a *japán* tőzsdét tartotta a válságot megelőzően a legebezhetőbbnek. Az események ezzel szemben ennek ellenkezőjét mutatták: a tokiói tőzsde a nyugati tőzsdék 30 százalékos árfolyamesésével szemben csak 15 százalékos esést regisztrált. A bizalom fennmaradását jól illusztrálja, hogy már november elején a japán kormány a privatizálás alatt álló NTT telekommunikációs társaság újabb részvénycsomagját adta el sikeresen, sőt decemberben a japán légitársaság, a JAL részvényeinek egyharmadát is sikeresen piacra dobták.<sup>25</sup> A nehéz helyzetben történő japán privatizálások sikerét — a japán tőzsde sajátosságain kívül — két olyan jelenség is magyarázhatja, amelyek egyébként más országokbeli privatizálásokkor is jelentkezhetnek. Az NTT, amelynek piaci értéke 1987-ben az IBM értékének kétszerese volt, a tokiói tőzsde összértékének 11 százalékát tette ki.<sup>26</sup> Az olyan jellegű részvényekből pedig, amelyek a tőzsdei mozgásokra alapvető hatást gyakorolhatnak, minden befektető igyekszik részesedést szerezni. A másik inkább társadalmi, mint a tőzsdét érintő tényező az eladandó vállalat gazdaságon belüli súlyának, szerepének a kérdése. Az NTT esetében, mint sok neves brit vállalatnál is, mindenki vásárolt, mert mindenki más is vásárolt, és mindenki úgy érezte, hogy a nemzet gazdaságának egy részéből fog így részesedni.

*Kormányzati befolyás a tőzsdén*

Volt azonban még egy tényező, amelyre inkább csak a bekövetkezett események egymásutánisága, semmint közvetlen információk utalnak. Ez pedig a tőzsde kormányzat általi *befolyásolásának* lehetősége. A JAL légitársaság részvénycsomagjának piacra dobásakor például a megfigyelőknek az volt a határozott benyomásuk, hogy — a tőzsdeügynökségekkel konzultálva — a kormány a tőzsdei mozgásokra közvetlenül is befolyást gyakorol: a JAL eladását megelőzően a tőzsdeügynökségek ugyanis a privatizáláshoz kedvezőbb, „nyugodtabb” piaci körülményeket teremtettek. Hasonló piacbefolyásolás érződött az NTT-részvények harmadik csomagjának eladásakor, 1988 októberében. A 23 milliárd dollárnyi részvénykibocsátás sikere nagyon kétséges

<sup>22</sup> N. Goodison (1988) 575. l., FT, 1988/08/13.

<sup>23</sup> 1989 júniusában a tokiói tőzsde 25 százalékkal lépte túl az 1987 októberét megelőző legmagasabb értéket, míg a nyugati tőzsdék 10–20 százalékkal maradtak el a válság előtti csúcstól. A privatizálások üteme mindenütt valamelyest lelassult, amit helyi körülmények, Franciaországban például a kormányváltás is elősegített. FT, 1989/06/09.

<sup>24</sup> J. Vickers, G. Yarrow (1988) 179. l., IHT 1987/10/21.

<sup>25</sup> FT, 1987/12/22.

<sup>26</sup> FT, 1987/03/03.

volt, a négy vezető tőzsdeügynökség mégis egy héttel a jegyzés lezárása előtt jelentette, hogy már előzetesen a részvények többségét lejegyezték. A piaci elemzők a jegyzés sikerét a részvények egy adott küszöbérték alá süllyedésétől tették függővé. A csökkenés a „legjobbkor” meg is történt, ami a nagyközönség számára is vonzóvá tette a befektetést.<sup>27</sup>

Ezeknél a csak valószínűsíthető beavatkozásoknál nyíltabb és egyértelműbb szabályozással igyekeznek biztosítani a francia privatizálandó vállalatok részvényei tőzsdei fogadtatásának sikerét és a vállalatok privatizálás utáni stabilitását. Ennek egyik módja, hogy a részvényeseket minél hosszabb távú befektetésre ösztönzik, így például azok a befektetők, akik egy adott időtartamon belül (ez általában 18 hónap) nem adják el részvényeiket, további ingyen részvényhez juthatnak. Ezen az elsősorban kisrészvényeseknek biztosított lehetőségen kívül a privatizálások során a pénzügyminiszter az intézményi beruházók egy úgynevezett szilárd „belső körét” jelöli ki a jelentkezők közül. Ezek vállalják, hogy a részvények egy adott hányadát megveszik és bizonyos ideig megtartják, amivel a vállalatok privatizálás utáni hirtelen beolvasztását, a tőzsdei manipulációknak való alárendelését remélik megakadályozni. Ez a „belső kör” a részvények 20, egyes esetekben 30 százalékát tartja kézben.<sup>28</sup>

A tőzsdei fogadtatást segítő, a részvényvásárlást ösztönző, egyben a privatizálandó cégek stabilitását megőrizni szándékozó francia szabályozások részben a brit példa alapján születtek. Általában Nagy-Britanniában is a részvények egy hányadát intézményi beruházóknál helyezik el, lényeges különbség azonban, hogy ezek az ügyletet lebonyolító kereskedelmi bankok, tőzsdeügynökségek *hagyományos klientúrájából* kerülnek ki, és nem a kormányzat jelöli ki őket. A részvények megtartását ösztönző ingyen részvényeket több esetben itt is alkalmazták, egyes esetekben (nagy szolgáltató vállalatok eladásakor) ez a vállalat szolgáltatásaira vonatkozó kedvezményekkel egészült ki. Ennél általánosabban alkalmazott ösztönző, hogy a jegyzett részvényeket több részletben lehet fizetni. A brit privatizálások sikerének, a tőzsde kedvező reakciójának legnagyobb biztosítéka azonban — mint ezt még vizsgálni fogjuk — az alacsonyan megszabott eladási ár.

#### *A részvénytulajdon szerkezete*

A tőzsdén kibocsátott részvényeket általában bel- vagy külföldi intézmények és magánszemélyek vásárolják. Nagy-Britanniában a magánszemélyek aránya 1963–1981 között fokozatosan csökkent, 54 százalékról 28,2 százalékra, a pénzintézeteké, elsősorban a nyugdíjalapoké és biztosítótársaságoké pedig ennek megfelelően nőtt. Az egyéni megtakarítások nagy részét ebbe az irányba terelve a brit adórendszer is kedvezett a pénzintézetek gyors fejlődésének.<sup>29</sup>

A brit konzervatívok *tulajdonosi demokráciát* hirdető programja részben ennek a tendenciának a megállítását tűzte ki célul. A tulajdonossá válás lehetőségét kezdetben a tanácsi lakások eladásával teremttették meg; több mint egymillió lakást vásároltak meg 15 milliárd font értékben 1979–1988 között.<sup>30</sup> A British Telecom 1984-es eladása óta pedig a részvénytulajdon is a tulajdonosi réteg bővítésének eszközévé vált. A privatizálások megkezdése előtt 2 millió magánszemélynek, a felnőtt lakosság öt százalékának volt részvénytulajdona, 1988 elejére 9 milliónak, a felnőtt lakosság 20,5 százalékának.<sup>31</sup> Egy-egy privatizálás idején a részvénytulajdonosok száma hirtelen megnőtt, majd azt követően visszaesett. A British Telecom (BT) eladásánál például 2,3 millió részvényes jutott részvényhez, két és fél évvel később már csak 1,4 millió

<sup>27</sup> FT, 1987/12/22, 1988/10/17.

<sup>28</sup> A „belső kör” kiválasztása természetesen a szubjektív megítélés lehetőségét hordozza magában. A szocialista párt és a R. Barre köré csoportosuló jobboldal egyaránt azzal vádolta a pénzügyminisztert, hogy a „belső körbe” elsősorban ismert gaullisták által vezetett cégek kerültek. Azt is kifogásolták, hogy az eladási árra is javaslatot tevő privatizációs bizottság egyes tagjai egyáltalán nem tekinthetők független személyiségeknek. Lásd FT, 1989/11/08, IHT, 1987/10/19.

<sup>29</sup> E. Davis, J. Pointon (1984) 238. l.

<sup>30</sup> M. R. Bishop, J. A. Kay (1988) 647. l.

<sup>31</sup> J. Vickers, G. Yarrow (1988) 188. l., FT, 1988/03/17.

BT részvényes volt. A British Airways (BA) piacra kerülésekor 1 milliónál több BA részvényest regisztráltak, három hónappal később már csak 420 ezret.

Az új részvényesek ugyanakkor nagyon kevés részvényt birtokolnak. Többségük csak egyetlen vállalatban részesedik, és a legtöbbjük 1000 fontnál kisebb összegben. A részvényesek 77 százaléka (1987) részvényét a privatizálásakor szerezte. A részvényesek számának bővülése, eddig — legalábbis Nagy-Britanniában — nem eredményezte a magánszemélyek tulajdonosi rétegének a részvénytulajdonosokon belüli növekedését, mert számarányuk növekedésével nem nőtt együtt tulajdoni részarányuk, vagyis a részarány-csökkenésük hatvanas évek közepe óta tartó tendenciája változatlan maradt.<sup>32</sup> A privatizálások utáni részvénykoncentráció gyors növekedése, valamint az a tény, hogy a részvényjegyzés első napján gyakran a részvények fele gazdát cserél, arra enged következtetni, hogy a kisérték részvényesek számára — a kedvezmények mellett — a legnagyobb vonzerő a gyorsan realizálható árfolyamnyereség. Ha ezt a reményt villantja fel a brit kormány, a politikai előnyökön kívül egyben a privatizáció sikerességét is biztosítani tudja.

A francia privatizálási célkitűzések első megfogalmazásaiban már szerepelt a magánszemélyek részvényesi körének bővítése. Ezáltal — szemben Nagy-Britanniával — nem egy csökkenő tendenciát akartak megállítani, hanem — amint azt a már említett 1978-as és az azt követő adókedvezmények is megcéllozták — a részvényvásárlástól mint túlságosan kockázatos befektetéstől hagyományosan tartózkodó francia magatartást kívánták megváltoztatni. A részvényesek számának gyors növekedése itt sem maradt el. A privatizálások előtti másfélmillió részvényeshez 5 millió újabb csatlakozott. A részvényesek számának gyarapodása az októberi tőzsdeválság után is folytatódott, igaz ebben nagy szerepe volt a Matra-cég újabb befektetőket vonzó, kedvező áron történt értékesítésének.<sup>33</sup>

A kisérték részvényes réteg szélesítésének, a tulajdonosi demokrácia megteremtésének igényében nehezen választhatók szét a politikai és a gazdasági motívumok. A magánszemélyek részére jegyezhető részvényarány ugyan privatizációként eltérő mértékű, de összességében jelentős volt; Franciaországban 30–40 százalék között, Nagy-Britanniában 40 százalék körül mozgott. Valószínűsíthető, hogy ennek a rétegnek a részvétele nélkül nehézségek merülhettek volna fel az állami vállalatok eladásakor. Ugyanakkor ez a részvényesi kör — éppen a részvényjegyzésben, a tőzsdei műveletekben való járatlansága miatt — nagy bizonytalanságot vitt a privatizációk sikeres lebonyolításába.<sup>34</sup> A legtöbb erőfeszítést ennek a rétegnek a bevonása igényelte. A reklámhadjárat, a pénzügyi sajtó befolyásoló szerepén kívül egyéb ösztönzőkre is szükség volt megnyerésükhöz. Az alacsony eladási ár, illetve az ezzel társuló azonnali árfolyamnyereség a részvényvásárlást sokak számára kedvező befektetésnek tűntette fel, ezt a meggyőződést tartóssá és ezzel a privatizálásokat önfenntartó folyamatá téve.

### A részvényjegyzés módszerei és a bizonytalanság

Az elmúlt évtizedek a tőzsdei folyamatok intézményesülésének, a tőzsdén szereplő nagy pénzintézetek megerősödésének jegyében teltek. Az intézményi beruházók szakértelmének gyarapodása és a piacbefolyásolási lehetőségeik növekedése együtt sem volt azonban elegendő a vállalatértékelések pontosságának jelentős növeléséhez. A tőzsdét egyébként is éppen a *bizonytalanság* élteti. Ahogy az egyik legsikeresebb japán befektető megfogalmazta: „Úgy érzem mindig a legrosszabbkor akarunk venni vagy eladni. Bármit is veszek, a nap végén már eladni szeretném.”<sup>35</sup>

<sup>32</sup> J. Vicker—G. Yarrow [1988], 190. l., N. Goodison [1988], 579. l.

<sup>33</sup> M. Durupt [1988] 32., 112. l.

<sup>34</sup> A privatizálások során részvényt vásárló francia magánszemélyek mindössze 17 százaléka vásárolta tőzsdeügynökség vagy bank közvetítésével részvényét, a többiek a szakértők igénybevétele nélkül, közvetlenül folyamodtak a részvényekért, azaz a nagy többség a médiák és a privatizálást általában körülvevő kedvező közhangulat alapján cselekedett. FT, 1988/03/17.

<sup>35</sup> FT, 1989/06/09.

*A tender-módszer*

Az eladásra szánt vállalat piaci értékének legjobb megközelítését, a tőzsde ingadozásainak leghatásosabb kiszűrését elvileg a *tender*-módszer alkalmazásával, az árajánlatok összegyűjtésével lehetne elérni. Ebben az esetben csak egy induló minimális részvény-árat kell meghatározni, ahonnan kezdve érvényes árajánlatok tehetők, majd az összes árajánlat beérkezése után megállapítják a végleges eladási árat (*striking price*). Az ez alatti ajánlatok kihullanak. Ha az egyensúlyi ár (*market clearing price*) a minimális tender-ár felett van, az eladási árat az egyensúlyi ár vagy az alatt szabhatják meg. Ha alatta szabják meg, akkor a részvényjegyzéseket sorolni, újraelosztani kell. Amennyiben nem érkezik elég jegyzés, akkor a minimális tender áron adják el a részvényeket.

A tender alkalmazásának kétségtelen előnye, hogy nem igényli az eladásra kerülő vállalat előzetes, pontos felbecsülését, hiszen éppen ezt kell a tendernek elvégeznie. A privatizálásoknál elvileg a tender a legelőnyösebb megoldás, itt ugyanis — legalábbis a brit esetben — többnyire nincs információ a tőzsde értékeléséről, mivel az állami vállalatok részvényeit általában nem jegyezték. De egyben éppen ez az információhiány a legnagyobb hátránya a tender alkalmazásának, különösen, ha sok kisorészvényes bevonása a cél. Ezek ugyanis a befektető intézményekhez képest még kevesebb információval rendelkeznek a cégek értékének várható alakulásáról, mégis árajánlatokat kellene tenniük. A kisorészvényeseket az is elriasztja, hogy a részvények esetleges sorolása és újraelosztása számukra áttekinthetetlen szempontok szerint történik és e műveletek kimenetelei nehezen becsülhetők fel.

A tender, mint értékelési technika kifinomultabb ugyan a *rögzített áras* eladáshoz képest, de bonyolultsága miatt a kisorészvényesek nem kedvelik. Az intézményi beruházók sem feltétlen hívei ennek a módszernek, gyakran helyezkednek várakozó álláspontra, inkább nem vesznek részt a tenderen és a távolmaradásuk által is lefelé nyomott áron a már elkelt részvényeket vásárolják fel azok piacra kerülése után. A tender-módszer, azzal, hogy a piaci érték jobb megközelítésére alkalmas, általában nem a gyors nyereségre törekvő, hanem a hosszabb távon gondolkodó befektetőket vonzza. A tőzsdeügynökségek viszont — érthető módon — jobban kedvelik az élénk, gyakran változó piacot, ezért maguk is inkább az ezt inkább biztosító rögzített áras eladások mellett vannak. Az áttekinthetőbb, egyszerűbb rögzített áras eladások esetén is szembe kell azonban nézni — túljegyzést feltételezve — a részvények sorolásának életbe lépése okozta bizonytalansággal, vagyis azzal, hogy végső soron a kormány dönt arról, ki mennyi részvényhez juthat.

A részvények *elosztását* illetően az intézményi beruházók és a magánbefektetők egyaránt bizonytalanságban vannak. A brit privatizálások történetének első szakaszában a magánszemélyek jegyzéseinek nem remélt tömege miatt a kormány — a jegyzés lezárta után — kénytelen volt megváltoztatni az intézményi befektetőknek jutó eredetileg meghirdetett részvényhányadot. A későbbiekben, bár a magánszemélyek jegyzései túljegyzés esetén továbbra is előnyben részesültek, azaz a meghirdetettnél nagyobb arányban részesedhettek a részvények összességéből, de ennek mértékét már előzetesen szabályozni igyekeztek. Voltak azonban esetek, amikor ezt a mértéket is túl kellett lépni, mint például a British Airways eladásakor. Ez az eset jól illusztrálja a részvényjegyzés kimenetelének bizonytalanságát, ezért tanulságos lehet, ha részletesebben foglalkozunk vele.

*A British Airways esete és a British Steel*

A British Airways fixáras eladásakor a kormány kifejezetten a nagy, intézményi beruházók részvételére számított és hangsúlyozta, hogy ebben az esetben nem a részvényesi réteg szélesítésének szándéka vezeti. Ennek megfelelően a részvények 50 százalékát intézményeknek, 20 százalékát külföldi beruházóknak, 10 százalékát az alkalmazottaknak tartották fenn, és csak 20 százalékát kívánták magánszemélyeknek eladni. A magánszemélyek részéről jelentkező többletigények esetére (ha a 20 százalékos részvénycsomagra háromszorosnál nagyobb igény támadna), az intézményi és külföldi jegyzők hányadát csökkentve, a magánszemélyeknek fenntartott arányt 35 százalékig tervezték módosítani. A minimális jegyezhető mennyiséget magánszemélyeknél 400 részvényben határozták meg.

Az ár meghatározása és a jegyzés lezárta közti időben (ez általában két hét) a tőzsde 7 százalékos növekedést regisztrált. A magánszemélyektől várt 500 ezer igénylés helyett 1,1 millió futott be, amely a 35 százalékos részarányra számolva is — értékben 32-szeres túljegyzés. Egyszerűen nem volt annyi részvény, hogy minden részvényjegyzőt akár a meghatározott minimális részvénytömeg erejéig is kielégítsenek. A magánvállalatok eladásakor a túljegyzés esetén gyakran alkalmazott, népszerűtlen sorsolások részvény-megosztást<sup>36</sup> — a további privatizálások sikerének érdekében (mint máskor is) — elvetették. Hasonlóan veszélyes döntés lett volna a részvények kizárólag nagy intézményi befektetőknek juttatása is. Az egyetlen megoldás az előbbiek hátrányára történő újraelosztás volt és végül a magánszemélyek az összes részvénytömeg 40 százalékát kapták meg.

Akik kaptak, azok sem lehettek nagyon meglegedve, mert a szétszított részvény-csomagok minimálisra zsugorodtak:

2. sz. táblázat

**A British Airways részvények megosztása  
a magánjegyzők között**

Jegyzett részvények (db)	Kapott részvények	
	(db)	(font)
400—1 500	200	250
2 000—5 000	250	312,5
6 000—10 000	300	375
15 000—35 000	350	437,5
40 000—100 000	1%	500—1250
100 000—	0	0

Forrás: FT 1987/02/29

Ilyen kis részvénycsomagok hosszú távú megőrzésében a kisrészvényesek általában nem érdekeltek. A nagy induló nyereség reményében ezért hamar eladni igyekeznek, ugyanakkor a részvényelosztásnál hátrányba került intézményi befektetők az általuk megcélzott részvénytömeget a piacon akarják beszerezni. A British Airways részvények forgalmazásának első napjára így a kereslet és a kínálat biztosítva volt, és az eladók nagy haszonnal adhatták el részvényeiket.

A British Airways eladására még az 1987 októberi tőzsdeválság előtt, kedvező körülmények között került sor. A brit acélgártást megtestesítő British Steel rögzített áras árusítását a válság után egy évvel, *csökkenő tőzsdei indexek* árnyékában kezdték el. Az áruba bocsátás sikerét az is kétségessé tette, hogy bár az utóbbi éveiben erőteljesen átalakult, és immár profitábilis vállalatról volt szó, mégiscsak válságágazatban működött. A kormánydöntés ennek megfelelően itt is az intézmények előtérbe helyezése volt (44 százalék), a magánszemélyeknek 23 százalékot szántak. Az események azonban máshogy alakultak. A túljegyzés miatt (az előre kiadott átváltási kvóták alkalmazásával) a magánszemélyek végül 42 százalékot kaptak.<sup>37</sup>

A jegyzés *motivumai* azonban gyökeresen mások voltak, mint a British Airways esetében, mivel nagy induló nyereségre nem lehetett számítani (az elért öt százalékos nyereség nem is volt az). A várható osztalék magassága viszont vonzóvá tette azok számára a British Steel részvényeket, akik hosszabb távra kívántak befektetni. A tőzsdekrach tehát bizonyos értelemben jótékony hatást fejtett ki: egyrészt világossá vált, hogy a részvény jellegű befektetéseknek is lehet kockázatuk — ezt a privatizálások eddigi sikerei némileg elfedték —, másrészt óvatosabbá, választásaikban szelektí-

<sup>36</sup> A túljegyzés mértékéhez némi viszonyítási alap lehet, hogy a Rolls Royce repülőgépmotor-gyár privatizálásával egyidőben lezajlott egyik magánvállalat eladásánál 52-szeres volt a túljegyzés. A 76 ezer részvényjegyzőnek csak 20 százaléka jutott végül részvényhez sorsolás útján. FT, 1987/05/16.

<sup>37</sup> FT, 1988/11/24, 1988/12/03.



vebbé tette a kisberuházókat is. A 600 ezer kisberuházó közül ugyanis 400 ezer, a saját tanácsait követve, csak a jegyzés lezárta előtti utolsó két napon, a legfrissebb információk birtokában jegyzett részvényt. Aki jegyzett, egyben azt is tudta, hogy a British Steel méreténél és jellegénél fogva, eladása után, a londoni tőzsde indexét meghatározó vállalatok közé kerül, tehát előnyös a hosszú távú befektetés.

A fenti két eseten kívül is hosszasan sorolhatnánk példákat a privatizáció kimenetelének bizonytalanságára, a részvényjegyzések motívumainak változatosságára, a kisrészvényesek várható számának felbecsülésére tett kísérletek eredménytelenségére. E bizonytalansági tényezők kisebb nagyobb mértékben jelen vannak a magán és az állami vállalatok eladásakor egyaránt. Az új részvények kibocsátása mindig kockázattal jár. Az eladási ár meghatározásának sok nehézséggel járó művelete — az ár meghirdetése és az első tőzsdei jegyzés közötti időszak többnyire kiszámíthatatlan eseményei után — a tőzsdei értékelés alapján nyer vagy éppen nem nyer igazolást.

### Diszkont és piaci érték

Egy-egy vállalat sikeres eladásában a tulajdonos és az eladást lebonyolítók egyként érdekeltek. Az ideális eset az, amikor az adott áron kibocsátott részvényekkel szemben pontosan a részvények számának megfelelő kereslet áll, tehát a részvények éppen elkelnek, és a későbbiekben is tartós kereslet mutatkozik irántuk a piacon. Az eladandó vállalat viszont — tőzsdei szempontból, az árfolyam-alakulást tekintve — többé-kevésbé ismeretlen a befektetőnek. Ezt az információhiányt, az ezzel járó kockázatot egy kezdeti, a tőzsdei bevezetési *diszkonttal* kell csökkenteni. A diszkontnak (a tőzsdei induló árfolyam és az eladási részvényár közti különbségnek) elég nagyra kell lennie a potenciális vásárlók megnyeréséhez, ugyanakkor az eladó érdeke a diszkont minimalizálása is. A diszkont tulajdonképpen tranzakciós költség: a nem-jegyzett állapotból a tőzsdén jegyzett állapotba való átkerülés egyik költségeleme. A nagysága — ahogy erre a tanulmány eddigi részei adalékokkal igyekeztek szolgálni — számos tényező függvénye. Elméletileg létezik egy utólag megállapítható optimum, azonban az ügyletben részt vevő mindegyik fél a diszkontnak az optimumpont felé emelkedésében érdekelt. Érdekelt benne bizonyos mértékig a tulajdonos, mert biztosra akar menni, érdekelt az ellenjegyzést vállaló széles pénzintézeti kör, mert nem akarja a visszamaradt részvényeket átvenni, érdekeltek a kibocsátást lebonyolító tőzsdeügynökségek, hiszen további üzleti lehetőségeiket befolyásolja a siker vagy a sikertelenség, és végül érdekeltek a vásárlók, mert minél nagyobb nyereséget szeretnének elkönyvelni. A tényleges diszkont mértéke igen változó lehet, és a piaci érték (részvényárfolyam) kialakulásában szerepet játszó tényezők egyidejű működésének végeredménye ismeretében állapítható csak meg. A privatizálások vizsgálata során azonban jellelletes eltérések mutatkoztak a magán- és az állami vállalatok eladásakor kialakuló diszkontnagyságok között. Ezeket kíséreljük meg a következőkben elemezni.

A vállalatok tőzsde igénybevételével történő eladásait, amelyek az *új részvények kibocsátásának* általánosabb problémakörébe tartoznak, különböző időszakokra és mintákra vizsgálták. A magánvállalatok eladásakor, az új részvények kibocsátásakor — miként az várható volt — a rögzített áras eladások diszkontja nagyobbra mutatkozott, mint a tender jellegű eladásoké (lásd a 3. sz. táblázatot).

A táblázat a rögzített áras és tender-eladásokon kívül tartalmazza az — elsősorban a kisebb volumenű ügyleteknél alkalmazott — úgynevezett közvetlen eladásokat (placing) is. Ez utóbbiaknál egy vagy néhány pénzintézet vásárolja fel az összes részvényt, majd ezek dobják a piacra. A rögzített áras részvény-kibocsátásokról elkülönülten csak a brit tőzsdékre vonatkozóan vannak adataink. Ezek alapján feltételezhető, hogy a hatvanas évek elejétől a rögzített áras eladások átlagos diszkontja lassan *csökkent*. A brit tender-adatoknál már ellentmondásosabb a kép: a tenderek diszkontja előbb nőtt, majd negatív értéket vett fel, azaz az eladó a tender-eladásoknál a piaci értékhez képest nyereséget könyvelhetett el. A francia magán-tenderek diszkontja öt százalék alatt maradt, és *stabilnak* tűnik. (Lásd a 4. sz. táblázatot.)

## Új részvények diszkontjának alakulása

3. sz. táblázat

Ország/szerzők	Eladás módja	Időszak	Diszkont (százalékban)
<i>Egyesült Királyság</i>			
Merret, Howe, Newbould (1967)	rögzített	1959 — 63	13,7
	tender	1963	3,5
	közvetlen	1959 — 63	19,2
Davis, Yeomans (1974)	rögzített	1965 — 71	8,9
	tender		6,9
	közvetlen		19,1
Buckland, Herbert, Yeomans (1981)	rögzített, tender, közvet- len együtt	1965 — 75	9,7
Jenkinson, Mayer (1987)	rögzített	1983 — 86	4,7
	tender		— 2,2
	közvetlen		10,7
<i>Franciaország</i>			
McDonald, Jacquillat (1974)	tender	1968 — 71	3,0
Jacquillat, McDonald, Rolfo (1978)	tender	1966 — 74	4,8
Jacquillat (1986)	tender	1972 — 86	4,8
<i>Egyesült Államok</i>			
Ibbotson (1975)	rögzített, tender, közvet- len együtt	1960 — 69	11,4

Forrás: T. Jenkinson, C. Mayer [1988] 484. 1., R. Ibbotson [1975].

Az állami vállalatok eladásakor kimutatható diszkont mértékét tekintve (a 4. sz. táblázat a brit, az 5. sz. táblázat a francia adatokat összesíti) egyedül a brit tender-eladások közelítik meg a nyolcvanas évek magán-tendereinek diszkont értékét (— 2,5 az első és — 1,3 a második diszkontoszlop átlagos adata). A rögzített áras eladások, amelyek értékben az összes eladás 89 százalékát képviselik, egészen más képet mutatnak mint amit az új magánrészvények kibocsátásakor láthattunk: a kétszámjegyes diszkont-értékek egy nagyságrenddel nagyobb adatok. A részlegesen fizetett részvények első tőzsdei jegyzési napon elérhető nyeresége (4. oszlop) átlagosan 30,9 százalék volt, és a teljes részvényár esetén kalkulált átlagos nyereség (5. oszlop) is 16,9 százalékot ért el.

A francia privatizáláskor, amelynél nem alkalmazták a részvényár több részletben történő fizetésének módszerét, és a rögzített áras eladások voltak a jellemzők, szintén magas — átlagosan 21,5 százalékos diszkontértékek adódtak. A brit adatoknál alacsonyabb diszkontértéket, több, már említett tényező magyarázhatja. Egyrészt a vállalatértékelések az állami vállalatok bizonyos részvénytípusának tőzsdei jegyzését figyelembe véve jobban közelíthették a piaci értéket, másrészt a privatizálások üteme sokkal gyorsabb volt, ami az amúgy sem túl nagy méretű párizsi tőzsde felszívóképességét jobban igénybe vette. Harmadrészt ide sorolhatók a részvénytőzsga lassítására tett kormányzati intézkedések is.

A brit adatok relatív magasságára részben az eladott vállalatok összetételében kereshetjük a magyarázatot. A vállalatértékelések során az eladási ár meghatározásá-

## A brit privatizálások adatai

Vállalat	Eladás éve	Eladott állami részesedés (százalék)	Bruttó eladási ár (millió font)	Részlegesen fizetett részvények diszkontja (százalék)	Teljes részvény-árra vetített diszkont (százalék)
<i>Rögzített áras</i>					
British Petroleum*	1979	5	290	3	1
British Aerospace	1981	52	149	14	14
Cable & Wireless	1981	49	224	17	17
Amersham International	1982	100	71	32	32
Association British Ports	1983	52	22	23	23
Jaguar	1984	100	294	8	8
British Telecom	1984	51	3916	92	33
British Aerospace	1985	48	550	22	12
Britoil	1985	48	449	22	12
Cable & Wireless	1985	23	602	1	0,5
British Gas	1986	100	5434	36	9
British Airways	1987	100	900	70	35
Rolls Royce	1987	100	1362	73	36
British Airports Auth.	1987	75	919	46	19
British Steel	1988	100	2500	5	2
<i>Tender</i>					
Britoil	1982	52	549	-18	-9
British Petroleum	1983	7	565	3	1
Cable & Wireless	1983	28	275	-2	-1
Association British Ports	1984	48	52	2	0,7
Enterprise Oil	1984	100	392	0	0
British Airports Auth.	1987	25	362	0	0

\* 1979-ben a British Petroleum részvényeinek 51 százaléka volt csak állami kézben. 1987-re az összes állami BP részesedést eladták, ezzel egy kivétellel (British Telecom) a táblázatban szereplő összes állami vállalatot teljes egészében magánkézbe adták. Nem szerepel a táblázatban a BP hét százaléka 1981-es eladása, erre nincs adatunk, továbbá az 1987-es tőzsdeválság idején eladott 31,5 százalékos utolsó állami részesedés, mivel ennek adatai a szükségintézkedések miatt értékelhetetlenek.

*Források:* T. Jenkinson, C. Mayer [1988] 486. l., J. Vickers, G. Yarrow [1988] 174. l., M. R. Bishop, J. A. Kay [1989] 648. l., M. Pirie [1985] 30. l., The Economist 1985/10/19.

nál fontos szerepet játszhat a hasonló típusú, helyzetű vállalatok tőzsdei szerepléséhez való viszonyítás. Erre az eladott brit vállalatok nagy részénél — közöttük több monopolhelyzetű szolgáltató vállalat (British Telecom, British Gas, British Airways) található — nem volt lehetőség. Az eladás sikeressége érdekében ezért a konzervatívabb, nagyobb alulértékelést adó ár mellett döntöttek. A tőzsdei viszonyítási alap megléte esetén is nagy bizonytalansággal becsülhetők a gyors műszaki fejlődést felmutató ágazatok vállalatai (ezekhez tartozott az Amersham, British Aerospace, Cable & Wireless, Rolls Royce). Az eddigi privatizálások során ez a két vállalat típus dominált. Együttes hatásuk növelte, a privatizálásra került, tőzsdei szempontból kedvezőtlenebb megítélésű olajipari vállalatok (Britoil, British Petroleum, Enterprise Oil) jelenléte pedig némileg csökkentette a diszkont mértékét.

A brit privatizálások alkalmával nem érvényesült egyértelműen a tőzsdei értékelés ismeretének az eladási értéket a piaci értékhez közelítő hatása. A táblázatban szereplő 14 eladott vállalatból hatot nem egy tételben, nem teljes egészében adtak el, hanem több részletben. Ezeknél a második, harmadik részvénykibocsátás idején már ismertek voltak a tőzsdei árfolyamok. A British Aerospace az egyetlen ezek közül,

## A francia privatizálások adatai

Vállalat	Eladás ideje	Diszkont (százalék)
Saint Gobain	1986 november	19,0
Paribas	1987 január	18,5
Sogénal	1987 március	80,0
BTP*	1987 április	35,3
BIMP*	1987 április	21,5
CCF*	1987 április	16,8
CGE*	1987 május	11,4
Agence Havas	1987 május	8,0
Société Générale	1987 június	6,0
TF1	1987 június	7,8
Matra	1988 február	11,8

- \* BTP = Banque du bâtiment et des travaux publics,  
 BIMP = Banque industrielle et mobilière privée,  
 CCF = Credit commercial de France,  
 CGE = Compagnie générale d'électricité.

Forrás: M. Durupt (1988) 122. l.

amelynél a két egymást követő részvényesomagot azonos módszerrel (ebben az esetben rögzített áron) adták el. A második részvényesomag esetén a diszkont a várható alacsonyabb érték helyett mégis magasabb volt, ami talán a részletfizetés alkalmazásával függ össze.

A többi esetben jól érzékelhető volt, hogy elsősorban az adott vállalat részvényei megelőző kibocsátásának kedvező vagy kedvezőtlen tapasztalatai befolyásolják az eladás módszerének meghatározását, és ezzel egyben az eladási árat. A Britoil részvények tender-eladásának 1982-es rossz tapasztalatai (erős túlértékelés) 1985-ben a rögzített áras eladás melletti döntést támogatták. Ekkor viszont — a tőzsdei árfolyamok ismerete ellenére — jelentős alulértékelés (magas diszkont) következett be. Ugyanez történt, csak fordított előjellel az Associated British Ports eladáskor. Egyedül a Cable & Wireless három részletben lezajlott eladáskor mutatkozott fokozatos közlekedés az eladási ár és a piaci érték között.

Nagy-Britanniában a diszkont átlagos mértékének meghatározódásában valószínűleg szerepet játszott — az eladott vállalatok összetételén kívül — az a tényező is, hogy — Franciaországgal szemben, ahol viszonylag rövid időszakra sűrűsödtek a privatizálások — itt tartós kampány jelleget kellett öltetniük, fenn kellett tartani a privatizációt, mint gazdasági, politikai intézményt.

A francia és a brit privatizálásoknak közös jellemzője a kisértékes bevonása a privatizációs folyamatba. A részvételük a diszkont kialakulásában újabb fontos tényezőnek tekinthető, ahogy erre az alulértékelések általános magyarázatára K. Rock által készített modellből is következtetni lehet.<sup>38</sup> A modell az informált és az informálatlan befektetők viselkedését vizsgálta. Ha az eladási árat a várakozásai alatt állapítják meg, az informált befektető hajlandó egy adott összeget beruházni az eladásra ajánlott vállalatba, ha viszont az ár várakozásainál magasabb, akkor egyáltalán nem vásárol az adott részvényekből. Az informálatlan befektetőnek nincs határozott elképzelése a vállalat piaci értékéről, de bizonyos értéktartományon belül jegyezni akar. Ha olyan időpontban jegyez részvényt, amikor az informált vevő várakozásai

<sup>38</sup> K. Rock [1986] modelljének a privatizációs folyamatokra való alkalmazhatóságát T. Jenkinson, C. Mayer [1988] tanulmánya említi.

alatt van az eladási ár, akkor együttes hatásként túljegyzés történik, a jegyzéseket ilyen esetben sorolni fogják, és nem biztos, hogy mindenki részvényhez jut. Ha azonban akkor jegyez, amikor az informált befektető várakozásai felett van az eladási ár, ilyen helyzetben valószínűleg aluljegyzés történik, és inkább számíthat arra, hogy részvényt kap.

Az informálatlan vevő tehát a túlértékelt vállalat részvényeiből nagyobb valószínűséggel részesedik, mint az alulértékeltéből. A részvényhez jutás lehetőségének eme bizonytalansága — az árfolyamnyereséget nem hozó túlértékelt részvény megszerzésének nagyobb valószínűsége miatt — az informálatlan befektetők lefelé tolják el a leendő piaci érték értéktartományához fűződő várakozásait, és csak jelentősebbnek hitt diszkont reményében vásárolnak. Ezt az elméleti meggondolást talán a brit privatizálások azon ténye is alátámasztja, hogy a kistrészvényesek bevonásának kezdetéig, a British Telecom 1984-es eladásáig, a diszkont mértéke átlagosan csak 16 százalék volt, míg utána átlagosan 40,7 százalékra ugrott. A többi között azonban a viszonylag kevés számú eset is óvatosságra kell, hogy intsen a fenti elmélet privatizációs jelenségekre való alkalmazásánál.

Az állami vállalatok diszkontjának a magánvállalatok diszkontjához képest magasabb értéke számos eddig tárgyalt politikai és gazdasági tényezővel magyarázható, de kétségtelen, hogy ezek között a kistrészvényesek bevonásának, az informálatlan „amatőr” befektetők megjelenésének is szerepe van. A British Petroleum részvényeknek az 1987-es tőzsde válsággal egyidejű eladásakor 200 ezernél több kistrészvényes jegyzett részvényt 20 százalékkal magasabb áron, mint az éppen aktuális tőzsdei árfolyam. A rejtélyre választ kereső riporterek a részvényt jegyzők soraiban többek között azt hallhatták, hogy a kormány biztosan méltányolni fogja, hogy a kistrészvényesek a bajban is kitartottak mellette.<sup>39</sup> A kormány akkor nem méltányolta ezt a „gesztust”, és a BP részvényei azóta sem lépték túl a válság előtti értéket.

#### Hivatkozások

- BISHOP, M. R.—KAY, J. A. [1989]: Privatization in the United Kingdom: Lessons from experience. *World Development*, 17. k., 5. sz., május.
- BLANC, J.—BRULÉ, CH. [1983]: Les nationalisations francaises en 1982. Notes et etudes documentaires, No. 4721—22.
- CICCOLO, J. H.—BAUM, CH. F. [1985]: Changes in the Balance Sheet of the U. S. Manufacturing Sector, 1926—1977. In: *Corporate Capital Structures in the United States* (szerk. B. M. Friedman). University of Chicago Press.
- DAVIS, E.—POINTON, J. [1984]: *Finance and the Firm*. Oxford University Press.
- DURUPTY, M. [1988]: Les privatisations en France. Notes et etudes documentaires, No. 4857.
- GOODISON, N. [1988]: London's place in the global securities market. *International Affairs*, 64. k. 4. sz., őszi.
- IBBOTSON, R. G. [1975]: Price Performance of Common Stock New Issues. *Journal of Financial Economics*, 2. k. 3. sz.
- JENKINSON, T.—MAYER, C. [1988]: The Privatisation Process in France and the UK. *European Economic Review*, 32. k. 2—3. sz.
- MacAVOY, P. W.—McISAAC, G. S. [1989]: The Performance and Management of United States Federal Government corporations. In: *Privatization and State Owned Enterprises* (szerk. P. W. MacAvoy, W. T. Stanbury, G. Yarrow, R. J. Zeckhauser). Kluwer Academic Publishers, Boston.
- MANNING, D. N. [1989]: The effect of political uncertainty on the stock market: the case of British Telecom. *Applied Economics*, 21. k. 7. sz., július.
- PIRIE, M. [1985]: *Privatization in theory and Practice*. Adam Smith Institute, London.
- ROCK, K. [1986]: Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15. k. 1—2. sz.
- SAMPSON, A. [1987]: How not to Privatise. *Economics Affairs*, 1987. február—március.
- STEFANI, G. [1986]: Privatizing public enterprises in Italy. *Annals of Public and Cooperative Economy*, 57. k. 2. sz., április—június.

<sup>39</sup> FT, 1987/10/29.

- SWANN, D. [1988]: The Retreat of the State. Harvester, Wheatsheaf, New York.
- TAGGART, R. A. [1985]: Secular Patterns in the Financing of U. S. Corporations. In: Corporate Capital structures in the United States (szerk. B. M. Friedman). University of Chicago Press.
- TOBIN, J. [1984]: Pénz és gazdasági növekedés. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.
- VICKERS, J., YARROW, G. [1988]: Privatization. An Economic Analysis. MIT Press, Cambr., Mass.
- The Economist, L'Expansion, Financial Times, International Herald Tribune, The Sunday Times, The Times* egyes számai.